

# DEPARTEMENT TOEGEPASTE ECONOMISCHE WETENSCHAPPEN

ONDERZOEKSRAPPORT NR 9520

## **Het Verschil tussen de Boekhoudkundige en de Fiskale Winst : de Invloed op een Aantal Financiële Kengetallen van Ondernemingen**

door

**Koen BEECKMANS**

**Carl REYNS**

**Filip ROODHOOF**



Katholieke Universiteit Leuven

Naamsestraat 69, B - 3000 Leuven

ONDERZOEKSRAPPORT NR 9520

**Het Verschil tussen de Boekhoudkundige en  
de Fiskale Winst : de Invloed op een Aantal  
Financiële Kengetallen van Ondernemingen**

door

**Koen BEECKMANS**

**Carl REYNS**

**Filip ROODHOOF**

Het verschil tussen de boekhoudkundige en de fiskale winst:  
de invloed op een aantal financiële kengetallen van  
ondernemingen

Koen Beeckmans  
Carl Reyns  
Filip Roodhooft<sup>1</sup>

*Bij de analyse van jaarrekeningen is de scheiding tussen de operationele en financiële activiteiten van een onderneming erg belangrijk. De berekening van de operationele belastingen vormt de basis van een aantal kengetallen die gebaseerd zijn op deze scheiding. De gangbare Belgische behandeling van de operationele belastingen en de daarop gebaseerde kengetallen zijn gebaseerd op de gelijkheid tussen de boekhoudkundige en de fiskale winst. In deze bijdrage stellen we een alternatieve manier voor om de operationele belastingen te berekenen. Hieruit volgt een nieuwe berekeningswijze van een aantal kengetallen. We argumenteren dat deze methode een beter inzicht geeft in het verschil tussen operationele en financiële activiteiten van een onderneming.*

Operationele belastingen zijn de belastingen die een onderneming zou moeten betalen indien er geen rentekosten zijn. Het verschil tussen winstbelasting en operationele belasting wordt veroorzaakt door belastingbesparingen dankzij fiscaal aftrekbare rentekosten. Omdat zowel de accounting- als de financieeringsliteratuur (Brealey en Myers (1988); Ross, Westerfield en Jaffe (1990); Selling en Stickney (1990)) de scheiding tussen operationele en financiële activiteiten benadrukt, zullen de operationele belastingen een rol spelen bij de financiële analyse van een onderneming.

Ook in Belgische context (Ooghe en Van Wymeersch (1994)<sup>2</sup>) zijn een aantal kengetallen op de operationele belastingen geba-

---

<sup>1</sup> Carl Reyns is gewoon hoogleraar in de faculteit der Toegepaste Economische Wetenschappen van de Universitaire Faculteiten Sint-Ignatius te Antwerpen. Koen Beeckmans en Filip Roodhooft zijn respectievelijk assistent en docent in het departement Toegepaste Economische Wetenschappen van de Katholieke Universiteit Leuven.

<sup>2</sup> Dit is een standaardwerk in de Belgische literatuur, waarop heel wat softwareprogramma's gebaseerd zijn.

seerd. Bij de berekening van de operationele belastingen wordt er echter vanuit gegaan dat de boekhoudkundige winst gelijk is aan de fiskale winst. Deze bijdrage stelt een alternatieve berekening van de operationele belastingen en de daarop gebaseerde ratio's voor. Centraal hierbij staat het verschil tussen de boekhoudkundige en de fiskale winst.

In het eerste deel worden de operationele belastingen, die niet rechtstreeks uit de jaarrekening kunnen afgeleid worden, gedefinieerd. We stellen een berekeningswijze voor en vergelijken deze met de gangbare formulering. Om het belang te illustreren halen we in Tabel 1 een aantal voorbeeldondernemingen<sup>3</sup> aan. Het eigen vermogen van alle beschouwde ondernemingen is 200 en het totaal actief 500.

	VB1	VB2	VB3	VB4	VB5
BrR	100	130	90	100	130
NKK	40	30	50	40	30
NR	60	100	40	60	100
FKvv	20	30	50	20	30
Wvb	40	70	-10	40	70
Bel	30	10	5	16	28
Wnb	10	60	-15	24	42

Tabel 1: voorbeeldondernemingen

In een tweede deel wordt de invloed op verschillende kengetallen weergegeven en geïllustreerd aan de hand van de aangehaalde voorbeeldondernemingen. Het derde deel geeft een aantal gevalstudies van grote Belgische ondernemingen waar het verschil tussen de behandelingen duidelijk naar voor komt. De beoordeling van de gezondheidspositie van deze ondernemingen

---

<sup>3</sup> De volgende terminologie wordt gebruikt:

BrR = het resultaat zonder rekening te houden met niet-kaskosten, rentekosten en belastingen of bruto-resultaat

NKK = niet-kaskosten

NR = het resultaat zonder rekening te houden met rentekosten en belastingen of netto-resultaat

FKvv = rentekosten of financiële kosten van het vreemd vermogen

Wvb = het resultaat zonder rekening te houden met de belastingen of de winst voor belasting

Bel = belastingen

Wnb = de winst na belastingen.

verschilt naargelang van de gehanteerde methode. In het vierde deel tenslotte stellen we een aantal besluiten en afrondende bemerkingen voor.

## 1. Operationele belastingen

De operationele belastingen zijn de belastingen die een onderneming zou betalen indien abstractie gemaakt wordt van de fiscaal aftrekbare rentekosten. Om het belastingvoordeel van de interestlasten te berekenen, zal men enerzijds rekening moeten houden met het verschil tussen de boekhoudkundige en de fiskale winst (waarop de belastingvoet wordt toegepast) en anderzijds met de fiskale wetgeving inzake interestaftrek. Het is fiscaal denkbaar dat van de interestlasten die boekhoudkundig in mindering worden gebracht, er bepaalde fiscaal niet zullen aanvaard worden, wat bijgevolg het globale belastingvoordeel van de interestlasten zal doen dalen. Deze problematiek wordt in wat volgt kort behandeld.

### 1.1. Bepaling van de fiskale winst<sup>4</sup>

De boekhoudkundige winst is zeker niet gelijk aan de fiskale winst. Om tot de belastbare basis te komen, zijn er 6 bewerkingen nodig. In een eerste bewerking wordt de fiskale maatschappelijke winst vastgesteld. Deze is het totaal van de volgende 3 bestanddelen: de aangroei van de belastbare fiskale reserves (bijvoorbeeld overgedragen winst of overgedragen verlies), de verworpen uitgaven (bijvoorbeeld overdreven interesten en abnormale en goedgunstige voordelen) en de uitgekeerde dividenden.

Om de fiskale belastbare basis te bepalen dienen van de maatschappelijke winst een aantal bestanddelen in mindering te worden gebracht (tweede tot zesde bewerking). In de tweede bewerking wordt de maatschappelijke winst die vastgesteld werd

---

<sup>4</sup> Vaststelling van het belastbare inkomen inzake vennootschapsbelasting afdeling XXVIII, art.74 KBWIB.

in de eerste bewerking omgedeeeld in Belgische winst, winst behaald in landen zonder verdrag en tegen verlaagd tarief belastbaar en winst behaald in landen met verdrag en die in België volledig vrijgesteld wordt. In de derde bewerking gaat men eerst de in de vorige bewerking vastgestelde winst behaald in landen met verdrag uit de belastbare basis verwijderen. Vervolgens gaat men een aantal niet belastbare bestanddelen verwijderen zoals vrijgestelde giften, vrijstelling voor wetenschappelijk personeel,... In de vierde en vijfde bewerking gaat men respectievelijk de Definitief Belaste Inkomsten (D.B.I.) en de Vrijgestelde Roerende Inkomsten (V.R.I.) en de vorige beroepsverliezen aftrekken. Om bepaalde investeringen te stimuleren is het tenslotte in de laatste bewerking mogelijk dat er fiskale vrijstellingen verleend worden (investeringsaftrek).

Wat van de maatschappelijke winst overblijft na deze 6 bewerkingen, vormt het belastbare inkomen van de vennootschap. Uiteraard kan dit inkomen nog uitgesplitst worden al naargelang het gaat om inkomsten die belastbaar zijn tegen het gewone tarief en meerwaarden die tegen een verlaagd tarief kunnen worden belast.

Het gewone tarief<sup>5</sup> (W.I.B. Fiscaal Wetboek) dient als volgt te worden vastgesteld. "Het tarief van de vennootschapsbelasting bedraagt 40,17%. Wanneer het belastbare inkomen niet meer dan 13.000.000 frank bedraagt, wordt de belasting evenwel als volgt vastgesteld<sup>6</sup>:

- 1° op de schijf van 0 tot 1 miljoen: 28,84%;
- 2° op de schijf van 1 miljoen frank tot 3.600.000 frank: 37,08%
- 3° op de schijf van 3.600.000 frank tot 13.000.000 frank: 42,23%."

---

<sup>5</sup> Hier wordt geen rekening gehouden met het feit dat een onderneming een vermeerdering van belasting zal hebben bij niet voorafbetaling. Er wordt ook geen rekening gehouden met afzonderlijk belaste meerwaarden of de belasting op geheime commissielonen.

<sup>6</sup> Bepaalde ondernemingen zijn uitgesloten van dit verlaagde tarief: zie art 215, 3e lid van het WIB92.

Het is belangrijk om op te merken dat de fiskale winst niet uit de jaarrekening kan worden afgeleid. De externe analist beschikt enkel over de geraamde belastingen van het boekjaar door de onderneming zelf.

## 1.2. Aftrekbaarheid van interestlasten

De operationele belastingen zijn gelijk aan de belastingen vermeerderd met het fiskale voordeel ontstaan door de aftrekbare rentekosten. Indien er met andere woorden een fiscaal voordeel uit aftrekbare rentekosten kan gehaald worden, zullen de operationele belastingen groter zijn dan de winstbelasting. Daarom is het essentieel de aftrekbaarheid van interestlasten verder te bestuderen.

Interestlasten zullen maar fiscaal aftrekbaar zijn indien het gaat om interest van aan derden ontleende en in de onderneming gebruikte kapitalen, alsmede alle andere lasten, renten of soortgelijke uitkeringen betreffende die onderneming en dit voor zover ze geen overdreven karakter hebben of niet als dividenden moeten worden aangemerkt.

### 1.2.1. **interesten betaald aan derden.**

Interestlasten kunnen fiscaal maar in mindering gebracht worden indien ze betaald worden aan "derden" d.w.z. aan natuurlijke personen of aan andere vennootschappen (afzonderlijke juridische entiteiten). Zo zullen interestlasten betaald ten behoeve van een bijhuis (vaste inrichting) van een onderneming niet aftrekbaar zijn, daar ze niet worden betaald aan "derden". Stel dat een Belgische onderneming een bijhuis heeft in land A (land met verdrag) en ten behoeve van deze vaste inrichting in België een lening heeft afgesloten bij een Belgische bank. Deze interestlasten (en tevens alle overige kosten en opbrengsten) zullen in de Belgische boekhouding moeten worden opgenomen, aangezien de vaste inrichting geen afzonderlijke juridische entiteit heeft. Bovendien zal de vaste

inrichting in land A een boekhouding moeten voeren volgens de boekhoudprincipes van land A, waarin eveneens deze interestlasten moeten worden geboekt vermits ze betrekking hebben op deze inrichting. Op basis van art.7 van het OESO-modelverdrag ter vermijding van dubbele belasting wordt de winst van een vaste inrichting belast in het land waar de vaste inrichting is gelegen. België dient deze winst dus volledig vrij te stellen (2e en 3e bewerking) indien België met het land waar de vaste inrichting is gelegen een dubbelbelastingverdrag heeft gesloten.

### 1.2.2. interesten met een overdreven karakter.

Interest is in principe enkel als beroepskost aftrekbaar in de mate dat bepaalde grenzen niet overschreden worden. Vanaf 1 januari 1992 is het namelijk zo dat het maximumbedrag van de betaalde of toegekende interest die fiscaal afrekbaar is, niet meer bij koninklijk besluit wordt vastgesteld. Het is echter aan de onderneming om te bewijzen dat de interest die ze betaalt niet hoger ligt dan de marktrente. Om het abnormaal karakter van de interesten te bepalen kan er rekening worden gehouden met de looptijd en de eigen kenmerken van de lening, de kredietwaardigheid van de debiteur en de munt waarin de lening is gegeven.

Art.55 WIB92 bepaalt het volgende:

*"Interest van obligaties, leningen, schulden, deposito's en andere effecten ter vertegenwoordiging van leningen worden slechts als beroepskosten aangemerkt in zover zij niet hoger zijn dan een bedrag dat overeenstemt met de overeengekomstige marktrente geldende rentevoet rekening houdend met de bijzondere gegevens eigen aan de beoordeling van het aan de verrichting verbonden risico en inzonderheid met de financiële toestand van de schuldenaar en met de looptijd van de lening.*

*De in aanmerking te nemen rentevoet is:*

*1° ofwel die welke wordt toegepast op de dag waarop de geleende of in deposito ontvangen inkomsten beginnen op te brengen, met dien verstande dat de verlenging en de stilzwijgende vernieuwing van een overeenkomst na de aanvankelijk gestelde termijn worden gelijkgesteld met het sluiten van een nieuwe overeenkomst;*

*2° ofwel wanneer in de overeenkomst een veranderlijke rente of een indexering wordt bedongen, de rentevoet die wordt toegepast op de vervalldag van de inkomsten, of de voeten die eventueel achtereenvolgens zijn toegepast in het tijdvak waarop de inkomsten betrekking hebben, indien en in zover de contractuele bepalingen uitwerking hebben gehad."*



Art.56 bepaalt dat de interestaftrek niet wordt beperkt voor sommen betaald door Belgische banken, Belgische instellingen van buitenlandse banken, Belgische openbare kredietinstellingen en privé-spaarkassen die aan de controle van de Commissie voor het Bank-en Financiewezen onderworpen zijn.

De overdreven interesten worden aan de fiskale winst toegevoegd onder de verworpen uitgaven.

### 1.2.3. interesten die geherkwalificeerd worden als dividenden

Art 18, 1e lid, 3° en 2°lid van het WIB92 bepaalt:

*dividenden omvatten interest van voorschotten wanneer één van de volgende grenzen wordt overschreden en in de mate van die overschrijding:*

- *ofwel de in artikel 55 gestelde grens;*
- *ofwel wanneer het totaal bedrag van de rentegevende voorschotten hoger is dan het gestort kapitaal verhoogd met de belaste reserves bij het begin van het belastbare tijdperk.*

*Als voorschot wordt beschouwd, elke al dan niet door effecten vertegenwoordigde vordering van een bestuurder van een kapitaalvennootschap op die vennootschap, alsmede elke vordering op die vennootschappen, van hun echtgenoot of van hun kinderen wanneer de bestuurder, vennoot of hun echtgenoot het wettelijk genot van de inkomsten van die kinderen hebben, met uitzondering van:*

- 1° *obligaties uitgegeven door een openbaar beroep op het spaarwezen;*
- 2° *vorderingen op coöperatieve vennootschappen die door de Nationale Raad van de Coöperatie zijn erkend;*
- 3° *vorderingen in het bezit van bestuurders en vennoten die in artikel 179 vermelde vennootschappen zijn.*

Deze interesten, die boekhoudkundig opgenomen waren in de rekening "65", zullen bijgevolg niet aftrekbaar zijn als interesten, maar ze vormen een onderdeel van de fiskale winst in het winstbestanddeel "dividenden". Het niet aftrekbare gedeelte van de rentekosten is echter onmogelijk uit de gepubliceerde jaarrekening af te leiden. De externe analist zal zich opnieuw moeten baseren op een benadering.

### 1.3. Berekening van de operationele belastingen

Om de belastingen te bepalen, baseren we ons op de door de onderneming zelf geraamde belastingen uit de jaarrekening. Van zodra een onderneming belastingen betaalt, realiseert ze een belastingvoordeel door aftrekbare rentekosten in te brengen. Dit voordeel wordt bepaald door het marginale belasting-

tarief  $t$ , dat zeker tussen 28,84% en 42,23% ligt, afhankelijk van de grootte van het belastbare inkomen. Indien een onderneming een belastbaar inkomen raamt dat groter is dan 13.000.000, is  $t$  gelijk aan 40,17%.

De geraamde belastingen zijn de belastingen die een onderneming raamt rekening houdend met het belastingvoordeel op rentekosten. Deze belastingen dienen in elk geval betaald te worden. De operationele belastingen houden geen rekening met de rentekosten en zijn dus, indien er aftrekbare rentekosten zijn, groter dan de geraamde belastingen. We ramen dit belastingvoordeel<sup>7</sup> door te veronderstellen dat de uitzonderingsgevallen opgesomd in 1.2. zich niet voordoen. De operationele belastingen zijn dan gelijk aan  $OB1 = Bel + t \cdot FK_{vv}$ . Een onderneming die de eigen operationele belastingen wil berekenen, beschikt wel over deze gegevens en kan de aangehaalde methodiek verfijnen.

In Tabel 2 worden de operationele belastingen (OB1) voor de verschillende voorbeeldondernemingen<sup>8</sup> op deze manier berekend.

	VB1	VB2	VB3	VB4	VB5
Bel	30	10	5	16	28
$t \cdot FK_{vv}$	8	12	20	8	12
OB1	38	22	25	24	40
OB2	45	14,2	16	24	40

Tabel 2: operationele belastingen (2 benaderingen)

De gangbare methode (Ooghe en Van Wymeersch (1994)) veronderstelt dat de boekhoudkundige winst gelijk is aan de fiskale winst. De operationele belastingen (OB2) worden hier berekend via de volgende beslissingsregel:

---

<sup>7</sup> Deze benadering stemt enkel overeen met de traditionele benadering (Ooghe en Van Wymeersch, 1994) in het geval de fiskale winst gelijk is aan de boekhoudkundige winst. Dit zal ertoe leiden dat ook bepaalde kengetallen op een andere manier worden geformuleerd.

<sup>8</sup> Voor de voorbeeldondernemingen wordt, omwille van de eenvoud, een belastingvoet van 40% verondersteld.

- (a)  $NR > FK_{vv} > 0$ :  $OB2 = \frac{Bel}{W_{vb}} * NR$   
 (b)  $FK_{vv} > NR > 0$ :  $OB2 = t * NR$   
 (c)  $NR < 0$  :  $OB2 = 0$

Wanneer de boekhoudkundige en de fiskale winst samenvallen, geven beide berekeningsmethodes hetzelfde resultaat (ondernemingen 4 en 5). Indien de boekhoudkundige winst verschilt van de fiskale winst, is dit echter niet het geval. Terwijl onder de gangbare methode een divers gamma aan belastingvoeten mogelijk is (zelfs groter dan 1), wordt in de door ons voorgestelde methode steeds het gangbare belastingtarief gebruikt.

## 2. Invloed op financiële kengetallen

Omdat de scheiding van operationele en financiële activiteiten in de analyse van de jaarrekening van een onderneming erg belangrijk is, heeft de berekening van de operationele belastingen een invloed op bepaalde kengetallen. Het gaat meer bepaald om die kengetallen die de invloed van financiering (het aandeel van het eigen en het vreemd vermogen op de passiefzijde van de balans) willen uitschakelen.

Achtereenvolgens wordt de invloed besproken op de volgende kengetallen<sup>9</sup>: operationele cash-flow na belasting (OCFnb), de dekking van de financiële kosten door het netto-resultaat (DFK), netto rentabiliteit van het totaal actief na belastingen (NRta), financiële hefboommultiplicator (FHM) en de financiële hefboom als som (FHS).

---

<sup>9</sup> Indien de boekhoudkundige en de fiskale winst samenvallen, zijn de berekende ratio's gelijk aan de traditionele ratio's (Ooghe en Van Wymeersch (1994)).

### 2.1. Operationele cash-flow na belastingen

De operationele cash-flow na belasting is de cash-flow die zou gerealiseerd zijn door de onderneming indien er geen aftrekbare rentekosten bestonden. Deze kan worden berekend als:

$$OCF_{nb} = (NR-OB)+NKK$$

De operationele cash-flow na belastingen verschilt van de cash-flow na belastingen doordat het belastingvoordeel ten gevolge van de aftrekbare rentekosten niet in beschouwing wordt genomen.

### 2.2. Dekking van de financiële kosten door het netto resultaat

De dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen door het netto-resultaat geeft aan in welke mate een onderneming in staat is de rentekosten te dragen vanuit het operationele resultaat. Deze dekking kan berekend worden als

$$DFK = \frac{NR-OB}{FK_{wv}-(OB-Bel)}$$

Indien deze ratio groter is dan 1, volstaat het netto-resultaat om de financiële kosten van het vreemd vermogen te dekken, rekening houdend met de fiscaal aftrekbare rentekosten.

### 2.3. Netto rentabiliteit van het totaal actief na belastingen

De netto rentabiliteit van de totale activa na belastingen relateert het nettoresultaat na belastingen aan de totale activa en kan gedefinieerd worden als:

$$NR_{ta} = \frac{(NR-OB)}{TA}$$

Dit kengetal geeft het resultaat na belastingen per eenheid ingezet actiefbestanddeel weer indien abstractie wordt gemaakt van de wijze van financiering van de onderneming.

## 2.4. Financiële hefboommultiplicator

Het verschil tussen de netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen en de netto rentabiliteit van het totaal actief na belastingen wordt verklaard door de financiële hefboom. De financiële hefboommultiplicator is gelijk aan

$$FHM = \frac{Wnb}{NR-OB} * \frac{TA}{EV}$$

omdat het verband tussen de rentabiliteiten gegeven wordt door

$$\frac{Wnb}{EV} = \frac{NR-OB}{TA} * \frac{Wnb}{NR-OB} * \frac{TA}{EV}$$

Dit betekent dat het verschil tussen de rentabiliteiten bepaald wordt door twee componenten: (1) de verhouding tussen de winst na belastingen en het netto-resultaat na belastingen en (2) de verhouding tussen het totaal actief en het eigen vermogen. Dit kan eveneens uitgewerkt worden aan de hand van de berekening van de financiële hefboom als som.

## 2.5. Financiële hefboom als som

De financiële hefboom als som is gelijk aan

$$\left[ \frac{NR-OB}{TA} - \frac{FK_{vv}-(OB-Bel)}{VV} \right] * \frac{VV}{EV}$$

vermits er kan aangetoond worden dat

$$\frac{Wnb}{EV} = \frac{NR-OB}{TA} + \left[ \frac{NR-OB}{TA} - \frac{FK_{vv}-(OB-Bel)}{VV} \right] * \frac{VV}{EV}$$

De netto rentabiliteit van het eigen vermogen na belastingen is groter (kleiner) dan de netto-rentabiliteit van het totaal actief na belasting indien de in 2.2. gedefinieerde netto-rentabiliteit van het totaal actief na belastingen groter is dan de gemiddelde procentuele netto-rentekost van het vreemd vermogen. We definiëren gemiddelde procentuele netto-rentekost van het vreemd vermogen als de verhouding tussen de

totale netto-rentelasten en het vreemd vermogen, waarbij de netto-rentelasten rekening houden met het door de rentelasten gerealiseerde belastingvoordeel. Zowel het positieve als het negatieve effect worden versterkt indien er procentueel meer met vreemd vermogen wordt gefinancierd.

De kengetallen voor de gehanteerde voorbeeldondernemingen worden weergegeven in Tabel 3.

	VB1	VB2	VB3	VB4	VB5
OCFnb	62	108	65	76	90
DFK	1,833	4,333	0,5	3	3,33
NRta	4,4%	15,6%	3%	7,2%	12%
FHM	1,136	1,923	-2,5	1,667	1,75
FHS	0,6%	14,4%	-10,5%	4,8%	9%

Tabel 3: berekening kengetallen volgens voorgestelde methode

In Tabel 4 worden de financiële ratio's berekend indien de gangbare definitie van operationele belastingen en de daarop gebaseerde kengetallenberekening gebruikt worden.

	VB1	VB2	VB3	VB4	VB5
OCFnb	55	115,8	74	76	90
DFK	3	3,33	0,706	3	3,33
NRta	3%	17,16%	4,8%	7,2%	12%
FHM	1,67	1,75	-0,625	1,667	1,75
FHS	2%	12,84%	-12,3%	4,8%	9%

Tabel 4: berekening kengetallen volgens traditionele methode

Indien de boekhoudkundige en de fiskale winst samenvallen (voorbeeldondernemingen 4 en 5) leiden de verschillende benaderingen tot hetzelfde resultaat. In het algemeen geven de benaderingen echter andere resultaten. Dit wordt in het derde deel aangetoond aan de hand van een aantal gevalstudies van Belgische ondernemingen.

### 3. Gevalstudies

De analyse van de gezondheidspositie van een onderneming wordt, zoals beschreven in het tweede deel, beïnvloed door de manier waarop men de operationele belastingen berekent. In dit derde deel halen we een aantal gevalstudies van vier grote Belgische ondernemingen (Upjohn, Olivetti, Antwerpse Bouwwerken en Franki) aan om dit effect te illustreren. De gegevens van de ondernemingen kunnen worden teruggevonden in Tabel 5.

	Upjohn	Olivetti	Antw. BW	Franki
BrR	990.978	217.654	94.334	206.131
NKK	781.939	188.341	68.927	76.761
NR	209.039	29.313	25.407	129.370
FKvv	98.047	20.497	13.462	87.304
Wvb	110.992	8.816	11.945	42.066
Bel	271.230	11.988	8.546	7.917
Wnb	-160.238	-3.172	3.399	34.149
EV	4.584.780	254.609	333.396	1.349.111
TA	8.029.587	2.868.444	5.708.490	4.139.433

Tabel 5: gevalstudies

Tabel 6 geeft de operationele belastingen en de financiële kengetallen volgens de voorgestelde methode.

	Upjohn	Olivetti	Antw. BW	Franki
OB1	310.615	20.222	13.954	42.987
OCFnb	680.363	197.432	80.380	163.144
DEK	-1,73	0,74	1,42	1,65
NRta	-1,26%	0,32%	0,20%	2,08%
FHM	2,76	-3,93	5,08	1,21
FHS	-2,23%	-1,56%	0,82%	0,44%

Tabel 6: berekening kengetallen volgens voorgestelde methode

In Tabel 7 geven we de berekende kengetallen van de bestudeerde ondernemingen volgens de traditionele methode.

	Upjohn	Olivetti	Antw. BW	Franki
OB2	510.826	39.860	18.177	24.348
OCFnb	480.152	177.794	76.157	181.783
DEK	2,13	1,43	1,89	1,48
NRta	-3,76%	-0,37%	0,13%	2,53%
FHM	0,93	3,39	9,05	0,99
FHS	0,26%	-0,88%	0,89%	0,00%

Tabel 7: berekening kengetallen volgens traditionele methode

Ten eerste bestuderen we de onderneming **Upjohn** in het boekjaar 1993. Typisch voor Upjohn is dat de geraamde belastingen hoger zijn dan het netto-resultaat. De geraamde belastingvoet is hierdoor duidelijk groter 1.

De winst voor belastingen is gelijk aan 110.992, terwijl er 271.230 belastingen voor het boekjaar geraamd worden. De winst na belastingen wordt daardoor negatief. Volgens de traditionele methode bedraagt de gemiddelde belastingvoet 244%. Dit heeft als gevolg dat het belastingvoordeel gerealiseerd door de fiscaal aftrekbare rentekosten beduidend hoger ligt dan de rentekosten zelf. Dit leidt tot vertekende resultaten bij de berekening van de financiële kengetallen. De operationele belastingen worden immers duidelijk overschat door de irrealistisch hoog geschatte belastingvoet.

De voorgestelde methode gaat uit van bestaande belastingen van 271.230. Indien er geen aftrekbare rentekosten waren, zouden de belastingen 310.615 bedragen. Dit bedrag lijkt ons de werkelijkheid beter weer te geven. De berekening en interpretatie van de financiële kengetallen wordt hierdoor sterk beïnvloed. De operationele cash-flow na belastingen is volgens de traditionele methode sterk onderschat.

De dekkingsratio vertoont een verschillend teken. Volgens de traditionele methode volstaat het netto-resultaat ruimschoots



om de financiële kosten van het vreemd vermogen te dekken, indien rekening gehouden wordt met het belastingvoordeel op deze financiële kosten. Omdat het netto resultaat kleiner is dan de operationele belastingen en het belastingvoordeel op de rentekosten groter is dan deze kosten zelf, bekomen we een positief getal. De interpretatie ervan is echter bijna onmogelijk. De voorgestelde methode geeft een tegengesteld resultaat. Indien er geen rentekosten waren, zou Upjohn immers verlies maken omwille van het hoge bedrag aan belastingen. Het netto resultaat na belastingen zou dus negatief zijn, wat betekent dat er geen supplementaire rentekosten kunnen gedragen worden. De teller is dus negatief. De noemer kan in deze methode, in tegenstelling tot de traditionele methode, nooit negatief worden. Het belastingvoordeel gerealiseerd door de aftrekbare rentekosten kan moeilijk hoger zijn dan de rentekosten zelf. Dit komt bij Upjohn tot uiting in de negatieve dekkingsratio.

De netto rentabiliteit van de totale activa wordt in het traditionele model onderschat. Dit leidt tot een financiële hefboommultipliator die kleiner is dan 1. Omdat Upjohn een negatieve netto rentabiliteit van de totale activa vertoont, is dit positief. Dit komt eveneens tot uiting in de financiële hefboom als som. De voorgestelde methode komt echter tot een negatieve hefboomwerking, zowel bij de multipliator als bij de hefboom als som. De verschillende berekening van de operationele belastingen is hiervan opnieuw de oorzaak.

De tweede bestudeerde onderneming is **Olivetti** in het boekjaar 1992. Ook voor Olivetti is de belastingvoet groter dan 1, omdat de geraamde belastingen groter zijn dan de winst voor belastingen. Het netto resultaat is echter, in tegenstelling tot Upjohn, groter dan de geraamde belastingen.

De operationele belastingen worden door de onrealistisch hoge belastingvoet in de traditionele methode overschat. Een onderschatting van de operationele cash-flow na belastingen is

een eerste direct gevolg. Deze operationele cash-flow is in de voorgestelde methode meer dan 10% hoger dan traditioneel.

Volgens de traditionele methode dekt het netto-resultaat na belastingen de rentekosten na aftrek van het belastingvoordeel. Zowel teller als noemer zijn, net als bij Upjohn, negatief. Een interpretatie van deze ratio is praktisch onmogelijk. Volgens de voorgestelde methode is de dekkingsratio kleiner dan 1. Dit betekent dat het netto resultaat na belastingen niet volstaat om de financiële kosten van het vreemd vermogen na belastingen te dragen in het boekjaar 1992.

Terwijl de netto-rentabiliteit van de totale activa na belastingen in de traditionele benadering negatief is, bedraagt ze 0,32% in de voorgestelde benadering. De overschatting van de operationele belastingen is hiervan de oorzaak. De financiële hefboommultipliator en de financiële hefboom als som geven echter in beide methodes dezelfde indicaties. Het absolute bedrag van de hefboom als som is echter verschillend.

Als derde onderneming bestuderen we **Antwerpse Bouwwerken**. Voor dit bedrijf bekomen we volgens de traditionele methode een te hoge gemiddelde belastingvoet van 71,5%. Hierdoor worden de belastingen die de onderneming zou moeten betalen indien er geen rentekosten zijn (OB), namelijk 18.177, overschat. Deze operationele belastingen bedragen in de voorgestelde methode slechts 13.954.

Ook de andere kengetallen worden uiteraard beïnvloed. Vermits de operationele belastingen volgens de traditionele methode hoger zijn, zal dit resulteren in een even grote vermindering van de operationele cash flow na belastingen volgens deze methode.

De dekking van de financiële kosten van het vreemd vermogen na belastingen door het netto resultaat bedraagt volgens de traditionele methode 1,89 en in de door ons voorgestelde

methode 1,42. Dit resultaat is logisch gezien de operationele belasting volgens onze methode lager zijn.

Overschatte operationele belastingen leiden tot een kleinere netto rentabiliteit van de totale activa na belastingen. Bovendien is de financiële hefboommultiplicator volgens de traditionele methode erg hoog. In de door ons voorgestelde methode wordt deze multiplicator meer realistisch voorgesteld.

Tenslotte wordt de invloed van de verschillende berekeningswijzen van de operationele belastingen geïllustreerd op de kengetallen van de onderneming **Franki**.

In tegenstelling tot de onderneming Antwerpse Bouwwerken heeft Franki een zeer lage gemiddelde belastingvoet volgens de traditionele methode (18,82%). Het netto resultaat is groter dan de financiële kosten van het vreemd vermogen en bijgevolg worden de operationele belastingen traditioneel bepaald op 24.348. Dit is een zware onderschatting in vergelijking met de voorgestelde methode (42.987).

Het verschil in operationele belastingen tussen de methoden weerspiegelt zich ook in de operationele cash-flow na belastingen (181.783 ten opzichte van 163.144). De dekkingsratio's geven aan dat er zich bij de traditionele methode een onderschatting voordoet.

In de traditionele methode is de financiële hefboom als som ongeveer gelijk aan 0. Dit is te verklaren doordat de netto rentabiliteit van het totaal actief na belastingen ongeveer gelijk is aan de gemiddelde procentuele netto rentekost van het vreemd vermogen. Dit resultaat moet echter genuanceerd worden daar de voorgestelde methode een financiële hefboom als som heeft van 0,44%.

#### 4. Conclusie

Omdat de scheiding tussen de operationele activiteiten en de manier van financieren van een onderneming bij de opstelling van financiële kengetallen meer en meer benadrukt wordt, vormen operationele belastingen een belangrijk gegeven bij de analyse van jaarrekeningen.

Operationele belastingen kunnen we niet rechtstreeks afleiden uit de jaarrekening. We dienen deze dus te benaderen. De traditionele Belgische methode gaat uit van de gelijkheid tussen fiskale en boekhoudkundige winst om de operationele belastingen te berekenen.

In deze bijdrage wordt een alternatieve methode voorgesteld, die toelaat de operationele belastingen op een meer realistische manier te bepalen. Dat dit verschil in benadering tot sterk uiteenlopende financiële kengetallen kan leiden, wordt aangetoond aan de hand van een aantal gevalstudies van grote Belgische ondernemingen.

#### Bibliografie

R.A. BREALEY en S.C. MYERS (1988), Principles of Corporate Finance, New York, McGraw Hill Book Company.

H. OOGHE en C. VAN WYMEERSCH (1994), Financiële Analyse van Ondernemingen. Theorie en toepassing op de jaarrekening, Antwerpen, Stenfert Kroese.

S.A. ROSS, R.W. WESTERFIELD en J.F. JAFFE (1990), Corporate Finance, Homewood, Richard D. Irwin.

T.I. SELLING en C.P. STICKNEY (1990), "Disaggregating the Rate of Return on Common Shareholders' Equity: A New Approach", Accounting Horizons, December, p.9-17.

Vaststelling van het belastbare inkomen inzake vennootschapsbelasting afdeling XXVIII, art.74 KBWIB.

